

阿里VS京东VS拼多多：分级、竞争、进化

——三大平台之对比分析

宁浮洁

ningfujie@cmschina.com.cn

S1090518090002

丁浙川

dingzhechuan@cmschina.com.cn

S1090519070002

周洁（研究助理）

zhoujie10@cmschina.com.cn

2020年5月

- **新冠疫情对零售的长远影响远胜于对任何其他消费品，从变化趋势上来看，线下转移到线上速度上远胜于以往。国内经过近20年的电商发展，2019年网络零售总额才达到20%的占比，这次疫情发生后，国内的零售电商渗透率几个月的时间达到约25%的占比，到年底可能会突破30%，中国零售电商1年完成了过去5到10年的发展。可想而知，疫情对零售的加速，对品牌、电商平台及服务产业链的发展产生了深远的影响，消费者习惯因此培养，从而改变企业长期的战略发展重心。我们通过文字总结及图表逻辑验证两个维度，深度对比阿里巴巴、京东和拼多多平台之间的用户特征、平台特性、底层运营逻辑、组织架构、品牌盈利能力、直播及未来平台发展潜力的差异，为产业发展及投资做参考。**
- **首先，对零售电商的六大长期判断：**1) 需求或者是供给思维决定平台的属性，阿里巴巴及京东是供给思维，拼多多是需求思维；2) 电商运营效率的比较优势，让电商仍具备高速成长的条件，线上渗透率将进一步提升；3) 零售电商巨头强者恒强，集中度或将进一步提升；4) 对电商的流量、产品运营的要求逐步升高，更需要技术手段解决体验和效率问题；5) 各大平台具备差异性维度的价值，同一层次的品牌选择不同平台的盈利状况不同。
- **短期数据恢复快，电商为国内消费恢复提供了入口：**从三方数据（燃数科技及QM）的反馈来看，新冠疫情期间，零售电商短期受损，但三家平台恢复速度非常迅速，春节后四周活跃用户基本恢复。疫情对国内消费业的影响巨大，而**电商作为供给链接消费者的核心渠道之一，为消费者提供商品的同时，也受到大单品品类的下降的影响，如服装、家电等，恢复速度相对较慢。但必选消费品增长迅猛，填补了某些品类的结构性下降。**根据4-5月份的数据，活跃用户、GMV等指标维度，恢复速度最快的是拼多多、其次是京东、最后是阿里巴巴，**目前零售电商增速几乎恢复到疫情之前的增速水平。**拼多多4月7日公布3月15日起近15天订单数增长60%以上，京东Q1用户、收入及净利润增长超预期。阿里巴巴通过节日促销等方式，GMV、活跃用户等指标基本恢复到疫情之前的增速水平。

- **复盘平台崛起之路：阿里巴巴C端电商零售的二次腾飞源自淘宝到天猫的升级**，天猫的成功尤其以“双十一”的打造为标志，消费者及品牌参与数持续提升。张勇先生主导了天猫的品牌升级，2015年双十一的牵头人张勇先生担任阿里巴巴集团的CEO，宣告了阿里巴巴的未来方向-消费升级，在多次组织架构调整中，强调了天猫的核心战略地位。蒋凡先生主导算法技术革新，实行千人千面策略，调整流量分发路径，提升匹配效率。部分品类如服装、家电等传统行业品牌的电商占比，由过去不到10%提升至25%以上，阿里巴巴享受了传统品牌上线的消费升级红利。近两年来，平台品牌增速逐步回归到30%，消费升级进入了稳步期，但仍高于社会零售总额增速，未来消费升级仍是阿里巴巴主要的核心方向之一。与此同时，阿里享受了广告及交易佣金等业务的盈利提升，货币化率由2015年的2.44%提升至2019年的3.6%货币化率，2015-2018年阿里巴巴市值增长近1倍。2015年阿里巴巴入股苏宁易购，弥补了天猫在家电和3C的短板，同时苏宁易购获得天猫平台的一级流量入口，阿里巴巴有了和京东在家电/3C领域对垒的底气。
- 2017年618是京东第一阶段发展的顶峰，京东凭借流量的优势，要求三方商户锁定库存降价促销，三方平台市场销售额增长迅速。2017年京东618达到1199亿，接近上一年度天猫双十一销售额，京东的三方平台起势较快。阿里巴巴利用平台的优势，要求本地化的品牌商户及淘品牌2选1，特别是服装品类商户，本地100多家服装品牌退出，京东第三方平台供给侧影响严重。同时京东因自营品类扩充，带来了规模不经济，履约费用率持续提升，盈利能力下降。流量端因品类退出原因，持续低增长，一直到2019年Q1京东组织架构调整、考核指标聚焦用户体验，流量增速见底，出现反转。而这次新冠疫情期间，京东凭借自营性物流体系，用户环比大涨，可以说是**京东自营体系在疫情期间很好承接了新增用户和订单，实现了二次腾飞**。2019-2020年京东的下沉正如火如荼的进行，京喜的下沉用户年度活跃数提升明显。
- 2015-2018年正当阿里巴巴与京东在一、二线城市消费升级的同时，拼多多正在悄悄萌芽。拼多多刚起步是一个游戏项目，后来和拼好货整合到一起。而事后看，天猫的消费升级另一个后果就是淘宝的中尾部商户很难获得比较好的流量，商户盈利能力下降，与此同时拼多多的崛起给予了这些中尾部商家一个很好的流量入口，盈利能力也比较不错，**拼多多的崛起同时具备了天时、地利及人和**。

- 2017-2018年，京东三方平台被压制，天猫打着望远镜都找不到竞争对手，平台活跃用户持续增长，电商盈利能力大幅提升，同时国内消费升级强劲。2016年阿里巴巴提出新零售的战略，向线下寻找流量，而因为阿里巴巴消费升级的诉求及对下沉市场的忽视，阿里内部边缘化了淘宝及聚划算等。阿里巴巴的品牌升级的战略诉求，给予了拼多多两年机遇期，一直到2018年拼多多上市，阿里巴巴才真正重视低线市场，重视拼多多，开始制定下沉市场的竞争策略，如聚划算百亿补贴、淘宝特价版等等，但已经很难挡住拼多多的发展势头。
- **中国一线城市消费者在消费升级，享受品牌增长的红利，但不争的事实是消费者的贫富差距拉大，消费分级应运而生。**而消费分级最大的特点就是消费者需求产品不同、渠道不同，高低线级消费能力存在较大的差异，需要建立不同的消费者心智。根据国富论理论，越穷的地方，东西越贵。消费分级及低线级市场零售的落后，为拼多多的诞生提供了消费及供给端的条件。中国绝大多数人口只是满足了上网，在拼多多上线之前，线上需求没有更好的挖掘，而低线级的供给存在众多假货问题，价格并不便宜。拼多多的上线利用线上高维打低维，增加了商品信息透明度、降低了商品价格，另外低线级的商品上行解决了商品滞销的问题。
- **三大零售电商平台运营的底层逻辑：**微信的用户下沉是所有互联网企业最彻底的，微信的无门槛支付解决了低线级市场货币流通的问题，微信是流量下沉的重要抓手。2013年微信封锁了淘宝链接，为拼多多在另一个维度成长提供了良好的流量土壤。拼多多是需求推动供给思维，如何理解？引用拼多多创始人黄峥的一段话 “需求侧是拉动供给侧变革的牛鼻子，通过信息的归集，全链路打通来实现现有需求的更优质，更高效的满足则是大有可为，大部分情况下也是值得鼓励的，这种需求变革存在着大量的可能性拿时间和空间的统一来换取整体效率更高，成本更低。抽象来讲，存在一个通过推动需求流通侧更多地采用计划，以此来推动供给侧打破滞后的大规模计划生产实现中小规模批量“定制生产”的半市场经济的可能，即用需求流通侧的半“计划经济”来推动实现供给侧的半“市场经济””。结合拼多多商业运营思维，我们看到需求推动供给思维的体现，契合创始人黄峥的需求供给的半计划经济理论。首先算法推动用户选择，用户推动单品爆款思维，爆款推动产品低价策略，实现消费者的喜爱的提升，理性经济人对同一产品低价是共性的，所以根据用户趋同，平台呈现的状态即使用户真实个体及总体的反应。

- 拼多多是单品运营思维，没有购物车，和阿里巴巴/京东等传统老牌电商平台的购物车对比，拼多多对单个SKU的销售评价运营更加精细化。单品爆款建立在用户的选择上，算法给予了拼多多在商品推荐上更偏向于低价策略，而这些低价并不是干预，而是用户点击购买浏览的结果。**底层运营逻辑上，虽然阿里和拼多多都是平台电商，但拼多多更加偏向于谷歌算法思维，消费链路为消费者重视价格-平台提高价格权重-高性价比平台-消费者，拼多多的页面展示来自于消费者真实行为反馈的结果。**拼多多流量的变现来自于广告和佣金，还有可能未来会建立会员体系，通过收取会员费的模式增加用户的复购率，减低品牌企业的成本。**阿里巴巴偏向于搜索推广思维，链路为外部流量进入-品牌购买流量-转化为销售额-提升品牌溢价-流量。商家需要在众多的平台流量产品中，找到比较合适的流量分发方法和逻辑，类似于金融工程建模，实现 ROI 最大化。**海外众多品牌及国内传统品牌很难懂得流量运营规则，诞生了电商代运营的模式，阿里巴巴平台诞生了众多的中档品牌，如南极人、国产化妆品品牌等，也有很多运营品牌的代运营公司，如宝尊电商、壹网壹创等，服务于传统品牌及海外大牌。**京东在变现模式从过去的流量思维转化为用户体验为主要的的方式，包括页面的更换，实现从过去单一页面到以商户和用户算法为主体的方式，自营性的产品通过提价减少补贴，保证正品和物流配送时效性提升用户活跃度，同时获得新用户及提升老用户复购提升。**
- **不同维度品牌盈利不同：**我们近期调研了众多的平台品牌和商户，得出了这样的结论：**中等及以上品牌在阿里巴巴及京东的整体盈利能力高于拼多多，腰部及以下品牌在拼多多的盈利能力高于阿里巴巴及京东，如农产品、纸巾等等。**头部品牌为了维持自己的溢价能力，并不愿意通过降价获得流量，降价会影响品牌的调性及毛利率，不利于品牌塑造，以及消费者心智的养成，降价带来的流量小于同样在阿里巴巴投入相同费用带来的流量。拼多多为了品牌上行，另辟蹊径，和品牌授权商合作。拼多多的百亿补贴，基本集中在大牌。而品牌商户通过降低毛利率，拼多多对低价的商品流量给予倾斜。整体来看，头部品牌商毛利率牺牲大于因价格降低获得ROI转化，头部品牌的盈利能力弱于阿里巴巴，主要因为阿里平台的商品价格贵于拼多多，这本身是品牌绑定阿里巴巴，愿意在阿里巴巴投入广告费用，获得搜索流量入口，能够持续维持品牌的溢价能力。**从真实的效率和体验角度来看，拼多多比阿里更像是一个零售企业，而阿里巴巴更像是线上的购物中心。**

- 我们测算了电商平台的用户盈利能力，拼多多第一年用户的净利率大致在70%以上。老用户ARPU值较高，能够更好的分摊新增的销售成本，也体现了拼多多在商业模式上的成功。阿里巴巴核心商业平台的盈利能力比较优质，整体净利率接近40%，老用户平台盈利将更强劲。京东本身作为自营性平台，已经开始净利率转正，整体盈利能力也在稳步提升，老用户的盈利能力也是稳步提升的过程。
- **组织架构的差异点：阿里巴巴：**阿里巴巴的组织架构每一年双11之后都要经历调整，阿里企业文化有一条是拥抱变化，每一次调整主要是集群的新增或者是合并，集群调整带来人事变动，根据是否达到KPI进行调整。从2015-2020年集群升级，每一年都会发生组织架构调整，主要集中在重大节日促销之后，可以看出阿里巴巴更依赖节日的促销获得更大的流量，也更注重重大节日的考核。流量、盈利、ROI及用户增长，是集群的核心考核的KPI指标。**京东：**2019年京东深度调整运营权，刘强东退居幕后，主要做宏观战略的布局，将经营权移交给各集团CEO，公司内部实行更多严格的考核制度。公司通过组织架构的调整激发了组织的活力，对于下半年的业务起到了触底反弹的效果。另外，用户体验变成公司三大KPI里面最重要的一个KPI，加入绩效评分影响部门考评，带来非常显著的结果。物流端也开始通过计件的方式，同时开放物流，提升仓储利用效率。**拼多多：**拼多多的管理是更加扁平化的管理方式，保证了高层管理及时和有效性。
- **护城河及未来平台属性判断：**从核心竞争能力以及差异性来看，三家平台来讲，我们看到不同的护城河能力及平台属性，拼多多做百亿补贴不代表意向做出一个天猫或者是京东。京东的核心体验来自于快捷的物流体验，虽然消费者看到的平台比较类似，但其实底层的变现和展示逻辑不一样。京东像是一个零售商嫁接了互联网能力；拼多多像是线上版本的Costco，而算法技术相当于买手，不断收集你的需求，向你推荐你可能喜欢的商品，**平台的调性及本身品类的占领，可能决定拼多多未来客单价达不到天猫或者是京东的水平，但未来有望在复购率上超过阿里巴巴。**阿里巴巴是新品和品牌的聚集地，流量池比较大，维度比较多，是典型的流量生态体系，维持流量增速和实现流量如何更好变现是阿里主要方向，更像是线上版本的购物中心业态。在核心竞争能力上，平台之间各有差异。

- **京东通过强管控，实现品牌品质保证。**同时即时性的物流体验获得了众多一二线的粉丝用户。**拼多多的平台调性是高性价比**，无论是生鲜、百货及日用品等，还是百亿补贴的品牌，在电商平台极具性价比，而这些用户的核心特征是理性购买，就像是技术已经对用户画像，实现了闭环。目前各家平台都有百亿补贴活动，效果上来看百亿补贴对拼多多的意义远大于阿里和京东，拼多多的核心战略是上行，吸引一、二线消费者到拼多多上消费更多其他产品。
- **当前拼多多的战略方向在消费者及平台品牌的上行，分层级来看，拼多多消费者一、二线占比27%左右（和平台品牌销售额占比相近），和大淘宝相比占比低了约15%。**拼多多的百亿补贴通过品牌宣传以及销售费用投入，联合品牌授权商，绕过平台二选一，用较少的费用撬动近千亿的品牌销售额。补贴品牌活动吸引了众多一、二线的消费群体，改变对平台品牌的看法，建立了高性价比心智。拼多多未来还需要在供给端做更多的布局和品牌引入。根据三方数据，2019年拼多多品牌销售额占比大约在30%-40%，平台品牌数量在1万以上，品牌商户几十万左右，相对于京东或者是天猫来说目前仍具备提升空间和潜力。聚焦到GMV端，从用户端的ARPU值来看，2019Q4拼多多大约在1700块，阿里巴巴大约9000块钱，拼多多仍具备较大的潜力空间。解决消费者ARPU值的核心是通过品牌和消费者的上行，纳入更多的商品SKU，而从商品角度复购率=SKU × 平均单品购买次数。假设消费者平均购买次数固定，那么复购率影响因子就是增加更多的SKU数量。同时在不同的SPU决定不同的商品属性的价格，而生鲜的产品客单明显比不过服装、家电及酒类等品牌性的产品。
- **阿里的战略在于用户下沉和本地化布局，面临的竞争对手不仅仅是拼多多，还有来自于美团对本地化生活的竞争。**特别是美团也开始进军商品端的配送服务，增加除餐饮、酒旅以外的商品品类，对阿里巴巴本地化流量造成压力。阿里巴巴目前的聚划算的百亿补贴，也是为抑制拼多多以及下沉所做的市场选择，但聚划算对拼多多形成不了真实威胁，而更多的是牵制。虽然都是百亿补贴，但拼多多更多的是在一、二线，而聚划算百亿补贴在三、四线城市。

- 京东的发展更多是辅助以物流体验的提升，而下沉市场来说，因为本身商品偏向于品牌，下沉市场的用户在消费力方面达不到品牌消费的能力，所以通过主站的下沉不是合理选择，若降低品牌调性，将会流失一、二线市场的消费者。所以对于京东来说，做了另一个版本的单独APP京喜，同时给予自身主站一级流量入口，低线级的用户如果具备消费升级的能力之后可以导流到京东的主站，整体效果看起来是很不错，京喜的增长迅猛。京东在提升净利率及自身ROE水平，一方面，京东提升自营的成本管控，利用规模优势，持续提升对供应商的议价能力，但又考虑每个商户的具体成本情况，获得成本的降低；另一方面，通过成熟用户的减少补贴方式，自营毛利率提升幅度较高，2019年毛利率较2018年提升近2个点，2020Q1年毛利率亦有所提升。**物流端的费用率上升是诟病京东整体规模不经济的核心指标，但我们看到京东通过开放社会化物流，提升人效，降低了大部分了人工薪酬费用率及折扣摊销费用率，净利率仍处于比较良性的提升通道当中，同时用户的增长保证了京东持续获得下沉市场品质用户的能力。**
- **直播电商对平台的意义看法：**我们团队今年撰写了多篇直播电商的深度报告，受到了产业和投资界的关注。直播电商是视频相对图文展示方式的升级，视频更能够和用户建立交互。淘宝直播引领了整个直播电商行业，通过供应链能力及流量能力，培养了如李佳琪和薇娅的直播达人，将商品流量转化为红人流量，众多品牌也因为直播受益，如完美日记等。**淘宝直播**的核心优势来自于品牌的供应链优势，产品足够丰富，通过打造几个红人，引领商家直播，大比例分成激励了红人直播，但如果看佣金费用率，其实是削弱了天猫的品牌广告盈利能力，**所以我们判断阿里的资源及流量将更多的转向商家直播，毕竟淘宝直播已经足够引起行业的注意。**而**京东**其实有单独的流量入口给予直播，对商家通过直播业务的扣点率从平均约7%降低至1%，大大激发了品牌商户直播热情。**拼多多**很少看到红人直播，并且没有单独的流量入口，更多是商家主导的直播，当然对于直播来说，更多的集中于供应链带来的流量优势，而本身拼多多足够低价，如果能够辅助商家直播的体验，将能够提升消费者和品牌商户的交互，实现转化率的提升。

- **京东——更多是夯实自身的护城河**，比如加大对仓储基础设施的建设，过去更多的是通过外租的方式，现在通过拿地自建仓储的模式。京东的用户体验提升作为核心考核指标，为保证并稳固一、二线市场，提供了管理方向的正确选择，而能够进一步利用好京喜的流量入口，持续为自己的主站倒流，将成为京东长期成长的关键。
- **拼多多——流量足够强大，已经稳坐电商流量行业的第二把交椅，未来将进一步提升已有用户的潜力挖掘，不断加强消费者高性价比的心智**，也是未来销售费用市场投入的重要方向之一。同时核心还是经营端，包括商品运营、用户管理、品牌引入等等，提升消费者的复购率，成为平台型的Costco。我们看到拼多多的农产品销售额增长非常迅速，目前占平台销售额比例的15%，为农业的供给到消费者的流量提供了很好抓手，同时白牌的C2M的方式，拼品牌的持续投入，都将为拼多多长期增长提供强劲的动力。
- **阿里巴巴——已经建立围绕核心商业的周边基础设施，未来增长较为稳定**，同时用户维护相较于拼多多和京东来说更具备丰富性，数据多维度的运用将为商户的精准营销和工厂的成本降低提供了很好的契机。
- **期待未来三家电商平台能够降低生产消费中的无效信息成本，实现生产和需求的打通，为更多的消费者与生产者创造幸福感和更加美好的生活。**
- 风险提示：整体消费需求下行，线上增速不及预期，竞争加剧等

一、复盘三大平台的崛起之路

阿里巴巴——从消费升级红利到千人千面

CMS



招商证券

- 阿里的腾飞来自于淘宝到天猫的品牌升级，而天猫的升级尤其以“双十一”的打造为标志，品牌参与人数持续提升。2015年，阿里实现了**平台的打通**，实行大中台、小前台的灵活经营战略，节省了各个部门重复性劳动。**蒋凡先生主导算法技术革新，实行千人千面策略，调整流量分发路径，提升了人货场的匹配效率。**

图：阿里巴巴近年来成长要点

传统品牌上线的 消费升级红利

部分如服装、家电等传统行业品牌的占比由过去不到10%提升至25%以上。近两年来，平台品牌增速逐步回归到30%的增速，消费升级进入了稳步期，但仍高于社会零售总额增速。

广告和佣金业务 的盈利提升

货币化率由2015年的2.44%提升至2019年的3.6%货币化率。2015-2018年阿里巴巴市值增长近1倍。

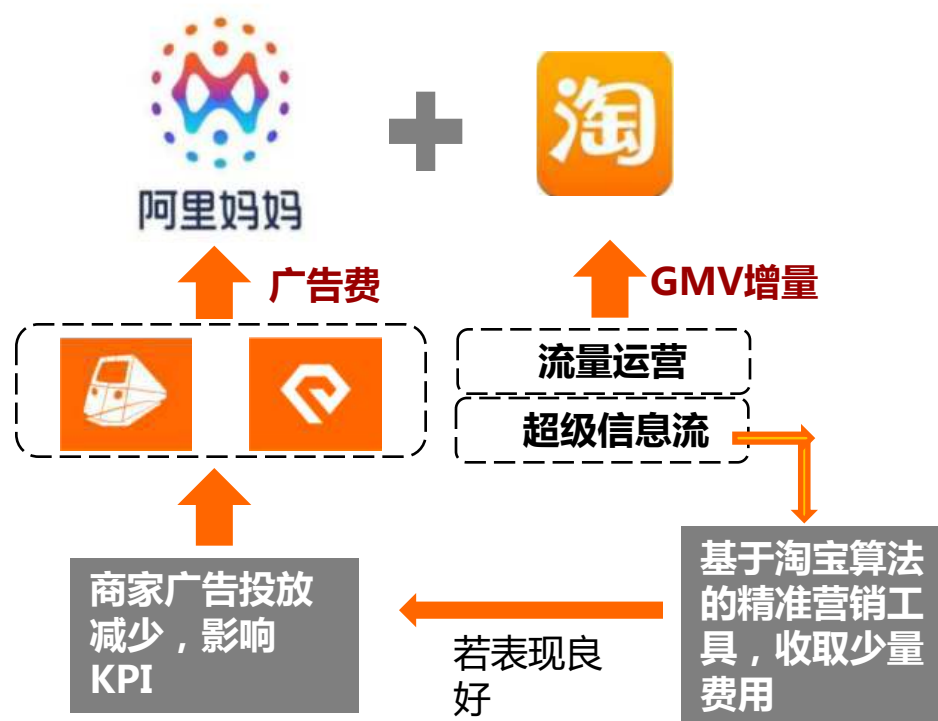
入股苏宁弥 补短板

2015年阿里巴巴入股苏宁易购，弥补了天猫在家电和3C的短板，苏宁易购获得天猫平台的一级流量入口，阿里巴巴有了和京东在家电/3C领域对垒的筹码。

组织架构调整以提高转化效果

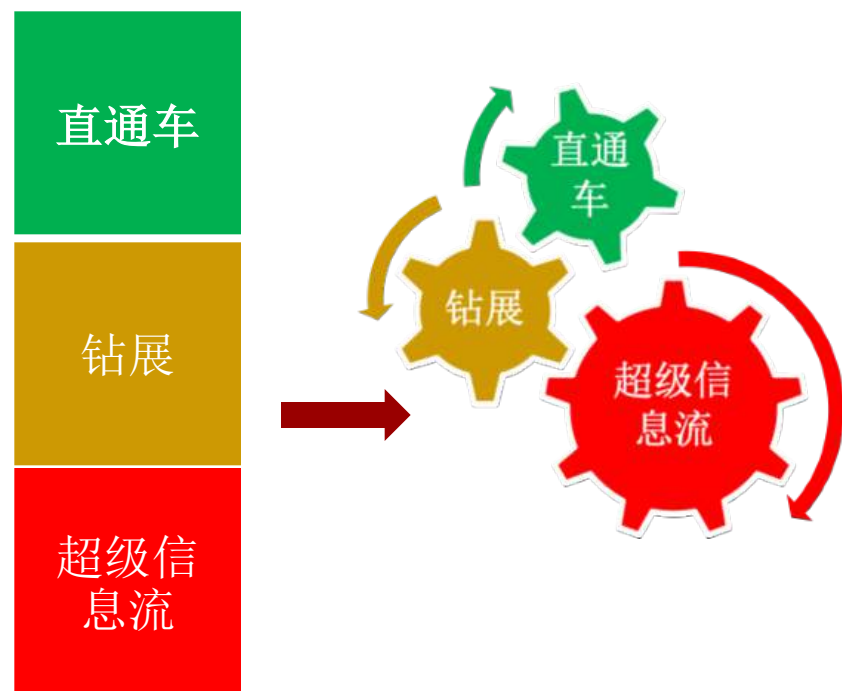
- 在“对多”战势下，淘宝使用超级信息流等智能算法做精准营销，但由于阿里妈妈的存在，驱动广告增长的三驾马车如何均衡匹配，广告工具如何更好的嵌入、融合商家生态且不出现大的波动，成为阿里巴巴首要解决的问题。但最终的结果必然是给商家赋能，即在广告费可控的情况下提高转化效果。

图：阿里妈妈与天猫淘宝合并



资料来源：招商证券

图：阿里妈妈广告之后以融合形式展现



资料来源：招商证券

京东发展中的不利因素及事件

阿里巴巴利用平台的优势，要求本地化的品牌商户及淘品牌2选1，京东第三方平台**供给侧受严重影响**。

自营扩品类带来了**规模的不经济**，履约费用率持续提升，盈利能力没有显著改善。

流量端因为**品类退出**的原因，持续低增长。（一直到2019年Q1京东组织架构调整、考核指标聚焦用户体验，流量增速见底出现反转。）

京东发展中的有利因素及事件

2017年**618**是京东发展第一阶段的顶峰，京东凭借**流量**的优势，要求三方商户锁定库存降价促销，三方平台市场销售额增长迅速。

这次疫情中，京东凭借**自营性物流体系**，用户环比大涨，在疫情期间很好承接了新增用户和订单，实现了二次腾飞。

2019-2020年京东的**下沉**正在如火如荼的进行，京喜的下沉用户年度活跃数提升明显。

自我革新下实现触底反弹

- 子集团CEO角色前置，担任更多领导职责



- 刘强东移交运营权，职责发生变化

刘强东：退居布置宏观战略



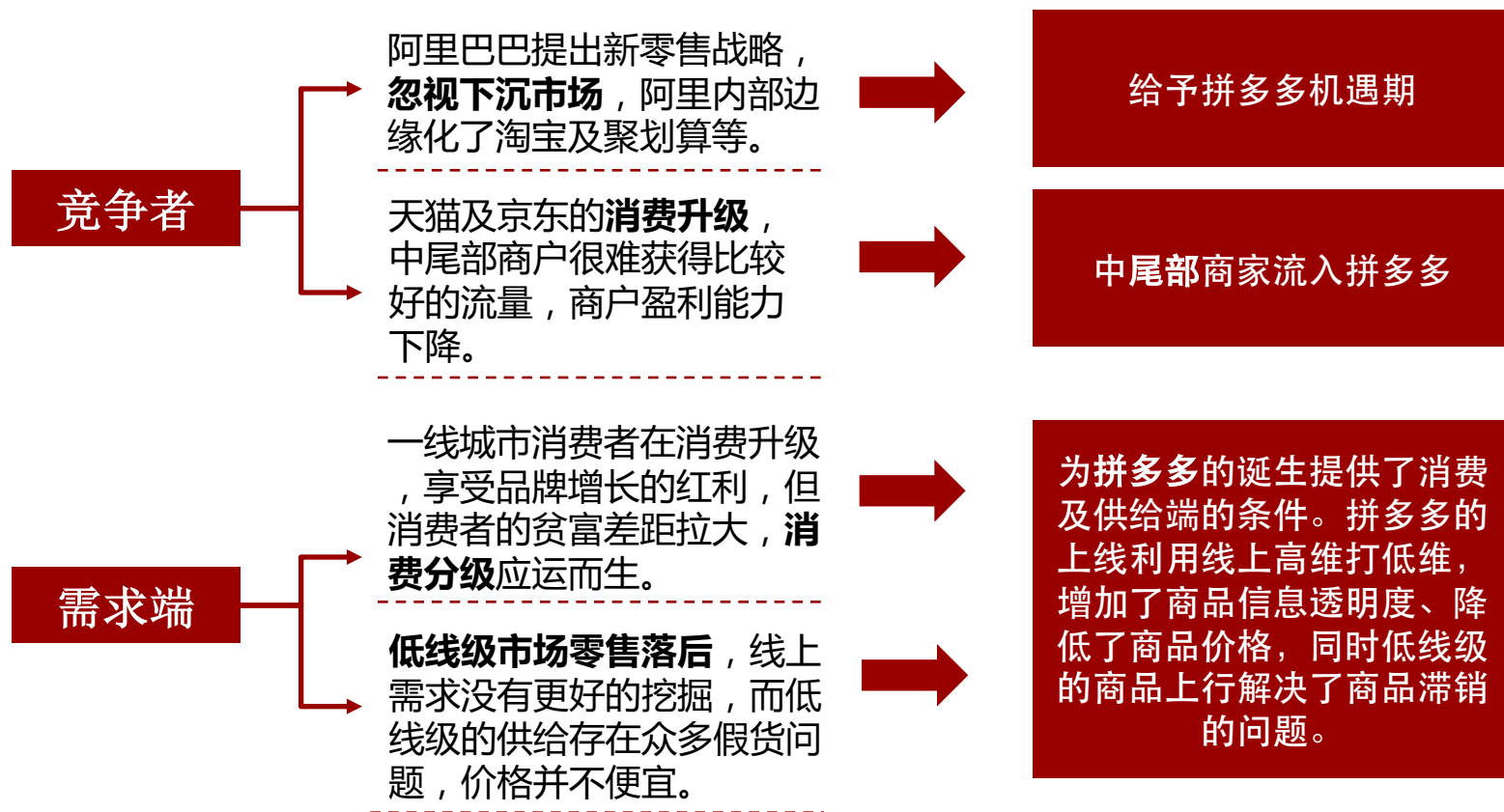
- 采取更严格的内部考核制度
- 实行高管末尾淘汰制



通过公司内部组织架构的调整激发了组织活力，对于下半年业务的触底反弹起到了促进作用。

- **2015-2018年拼多多悄悄萌芽。**拼多多刚起步是一个游戏项目，后和拼好货整合到一起。在竞争者与需求端的双重推动下发展壮大。

图：拼多多崛起逻辑



三大平台之间的组织架构差异

- **阿里：“拥抱变化”。**从2015-2020年开始，每一年都会进行集群升级，主要集中在重大节日促销之后。

重大节日促销（双十一）



集群考核KPI达标（核心：流量、盈利、ROI及用户增长）

达标后进行集群新增或合并，
集群调整带来人事变动

- **京东：深度调整运营权，调整KPI及内部考核方式。**用户体验变成公司三大KPI里面最重要的一个KPI，加入绩效评分影响部门考评；物流端也开始通过计件的方式，同时开放物流，提升仓储利用效率。

刘强东：退居布置宏观战略

移交经营权

各子集团
CEO

- **拼多多：实行扁平化的管理方式，保证高层管理及时和有效性。**

二、底层商业逻辑PK

- **拼多多：单品运营思维+谷歌算法思维。**对单个SKU的销售评价运营更加精细化，单品爆款建立在用户的选择上。拼多多在商品选择上更偏向于低价策略，而这些低价并不是干预，而是用户点击购买浏览的结果。
- **阿里巴巴：搜索推广思维。**商家需要在众多的平台流量产品中，找到比较合适的流量分发方法和逻辑，实现 ROI 最大化。海外众多品牌及国内传统品牌很难懂得流量运营规则，诞生了电商代运营的模式。阿里平台诞生了众多的中档品牌，如南极人、国产化妆品品牌等，也有很多运营品牌的代运营公司，如宝尊电商、壹网壹创等，服务于传统品牌及海外大牌。
- **京东：从过去的流量思维转化为以用户体验为主的方式。**

图：京东模式转化



图：拼多多消费链路

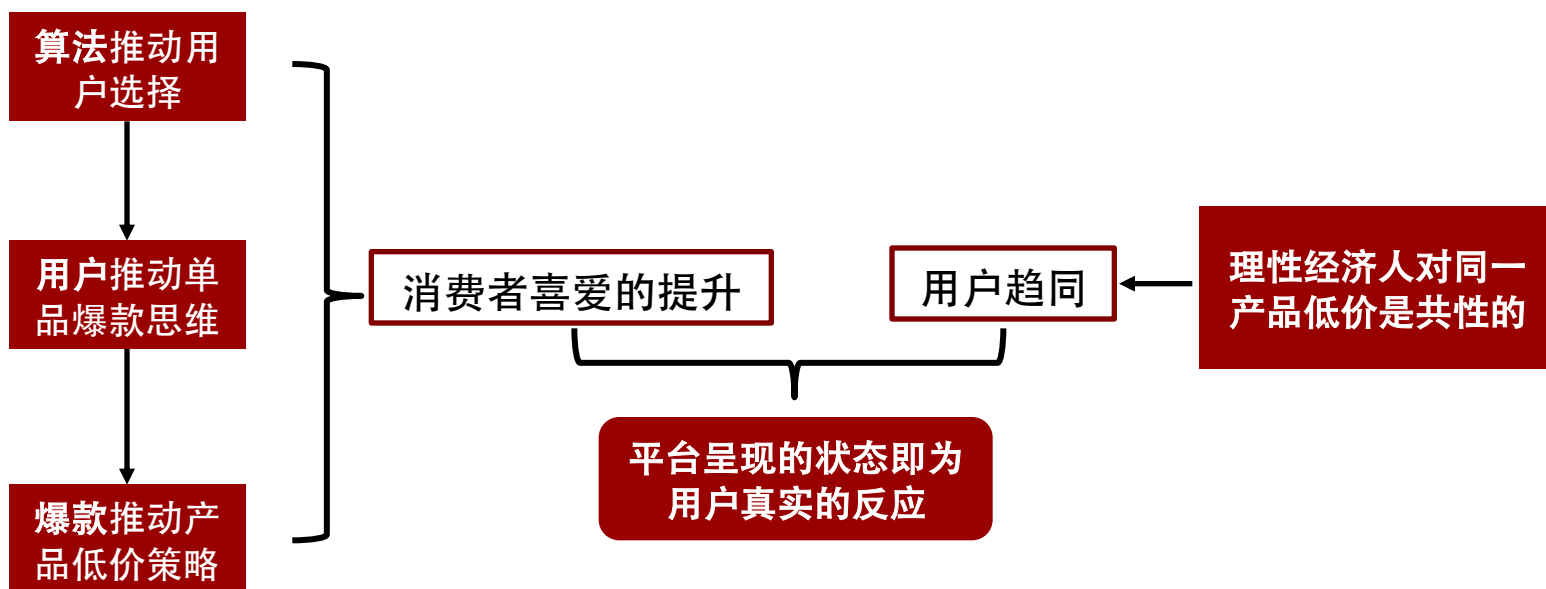


图：阿里巴巴消费链路



- **需求推动供给，契合创始人黄峥的需求供给的半计划经济理论。**其核心逻辑在于：通过推动需求流通侧更多地采用计划，以此来推动供给侧打破滞后的大规模计划生产，实现中小规模批量“定制生产”的半市场经济的可能，即用需求流通侧的半“计划经济”来推动实现供给侧的半“市场经济”。通过信息的归集、全链路打通来实现现有需求的更优质，更高效的满足，并时间和空间的统一来换取整体效率更高，成本更低。与此同时，2013年微信封锁了淘宝的连接，为拼多多在另一个维度提供了良好的流量生长土壤。

图：拼多多需求推动策略



资料来源：草根调研，招商证券

- **拼多多的战略方向在消费者及平台品牌的上行。**分层级来看，拼多多消费者一、二线占比27%左右（和平台品牌销售额占比相近），和淘宝相比低了约15%。拼多多的百亿补贴通过品牌宣传以及销售费用投入，联合品牌授权商，绕过平台二选一，用较少的费用撬动近千亿的品牌销售额。补贴品牌活动吸引了众多一、二线的消费群体，改变消费群体对平台品牌的看法，建立了高性价比心智。拼多多未来还需要在供给端做更多的布局和品牌引入。2019年拼多多品牌销售额占比大约在30%-40%，平台品牌数量在1万以上，品牌商户几十万左右，相对于京东或者是天猫来说目前仍具备提升空间和潜力。

图：拼多多的战略定位逻辑



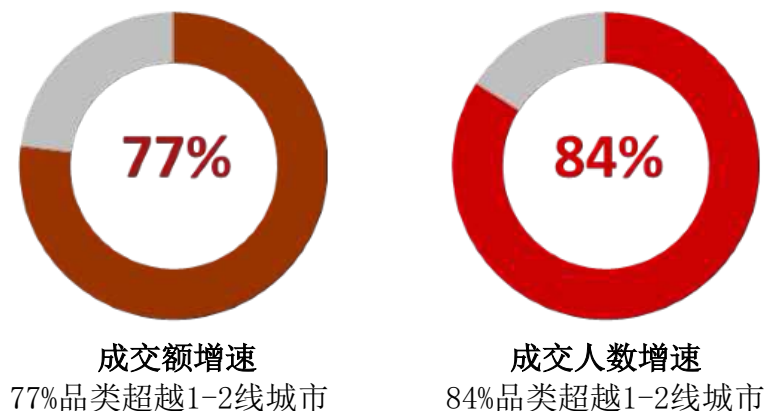
资料来源：招商证券

- **阿里的战略在于用户下沉和本地化布局。**面临的竞争对手不仅仅是拼多多，还有来自于美团对本地化生活的竞争。特别是美团也开始进军商品端的配送服务，增加除餐饮、酒旅以外的商品品类，对阿里巴巴本地化流量造成压力。阿里巴巴目前的聚划算的百亿补贴，也是为抑制拼多多以及下沉所做的市场选择，但聚划算对拼多多形成不了真实威胁，而更多是牵制。虽然都是百亿补贴，但拼多多更多的是在一、二线，而聚划算百亿补贴在三、四线城市。

图：聚划算百亿补贴活动

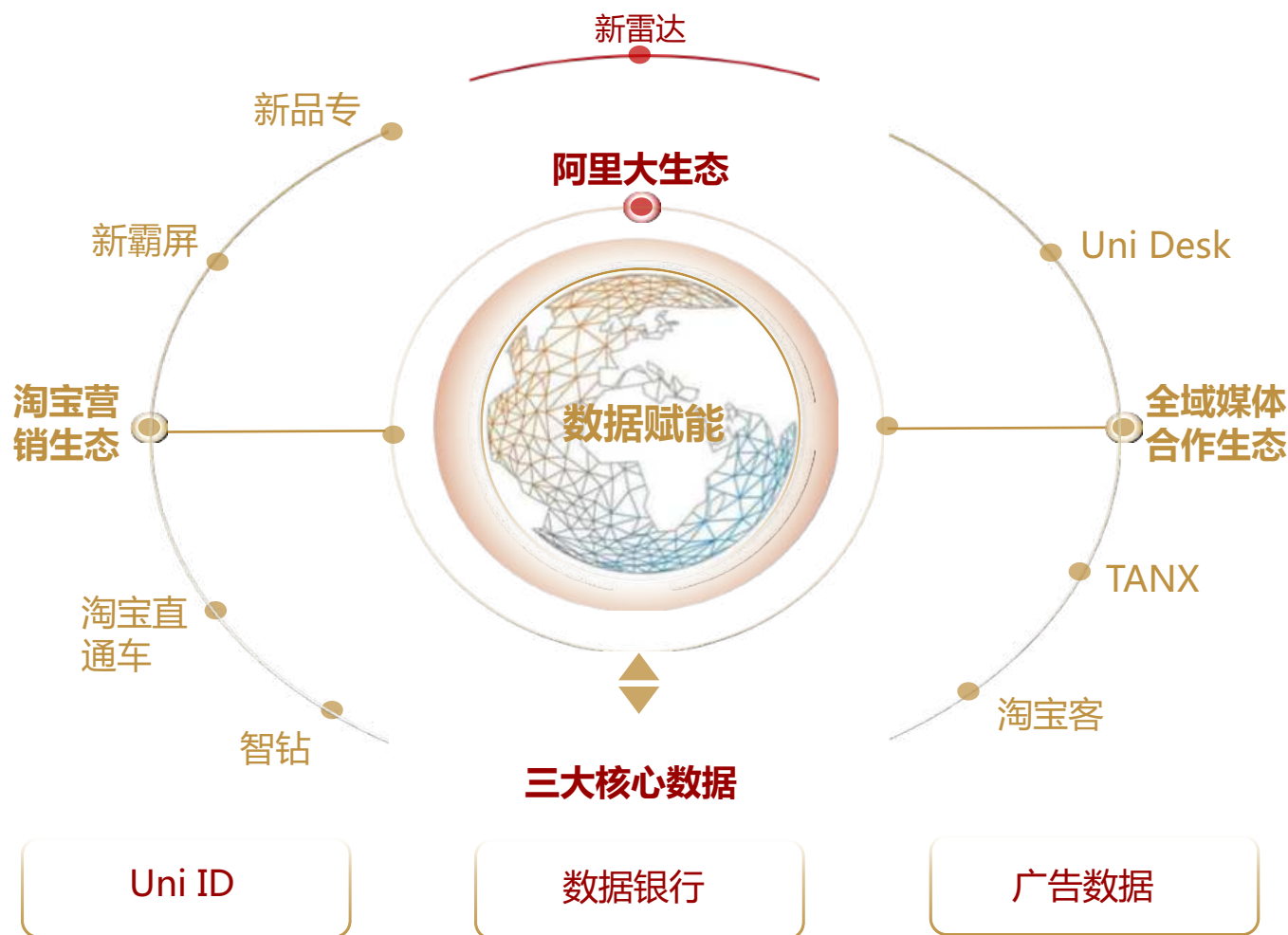


图：2019年淘宝天猫下沉市场品类交易情况



资料来源：阿里巴巴，招商证券

- **阿里巴巴未来发展空间大，增长稳定。**阿里已经建立围绕核心商业的周边基础设施，未来增长较为稳定，同时用户维护相较于拼多多和京东来说更具备丰富性，一方面数据多维度的运用将为商户的精准营销和工厂的成本降低提供了很好的契机，另一方面随着全领域的布局，一旦科技对零售出现“颠覆性”改革时，阿里能够以最快的速度响应且进行自我革新。



- **京东更多是夯实自身的护城河。**比如加大对仓储基础设施的建设，过去更多的是通过外租的方式，现在通过拿地自建仓储的模式。另一方面，京东的用户体验提升作为核心考核指标，为保证并稳固一、二线市场，提供了管理方向的正确选择，而能够进一步利用好京喜的流量入口，持续为自己的主站倒流，将成为京东长期成长的关键。



- **进一步挖掘客户潜力是未来拼多多的主要方向。**拼多多流量足够强大，已经稳坐电商流量行业的第二把交椅，未来将进一步提升已有用户的潜力挖掘，不断加强消费者高性价比的心智，也是未来销售费用市场投入的重要方向之一。同时核心还是经营端，包括商品运营、用户管理、品牌引入等等，提升消费者的复购率，成为平台型的Costco。拼多多的农产品销售额增长非常迅速，目前占平台销售额比例的15%，为农业的供给到消费者的流量提供了很好抓手，同时白牌的C2M的方式，拼品牌的持续投入，都将为拼多多长期增长提供强劲的动力。

- **京东的发展更多是辅助以物流体验的提升。**对于京东来说，做了另一个版本的单独APP京喜，同时给予自身主站一级流量入口，低线级的用户如果具备消费升级的能力之后可以导流到京东的主站，整体效果良好，京喜的增长迅猛；其次，京东提升自营的成本管控，利用规模优势，持续提升对供应商的议价能力，但又考虑每个商户的具体成本情况，获客成本降低。
- **京东更多是用户体验变现**，拼多多和阿里巴巴收入100%都是来自商家的广告和佣金，而京东约90%的收入直接来自用户，是“用户体验变现逻辑”，区别于阿里与拼多多的“流量变现逻辑”，虽然后者在向“卖货逻辑”转型，但阿里的“超级推荐”与拼多多的“以货找人”，本质与京东还是存在一定差异，因此京东在三方广告变现层面，货币化率较难与阿里和拼多多齐肩。



VS

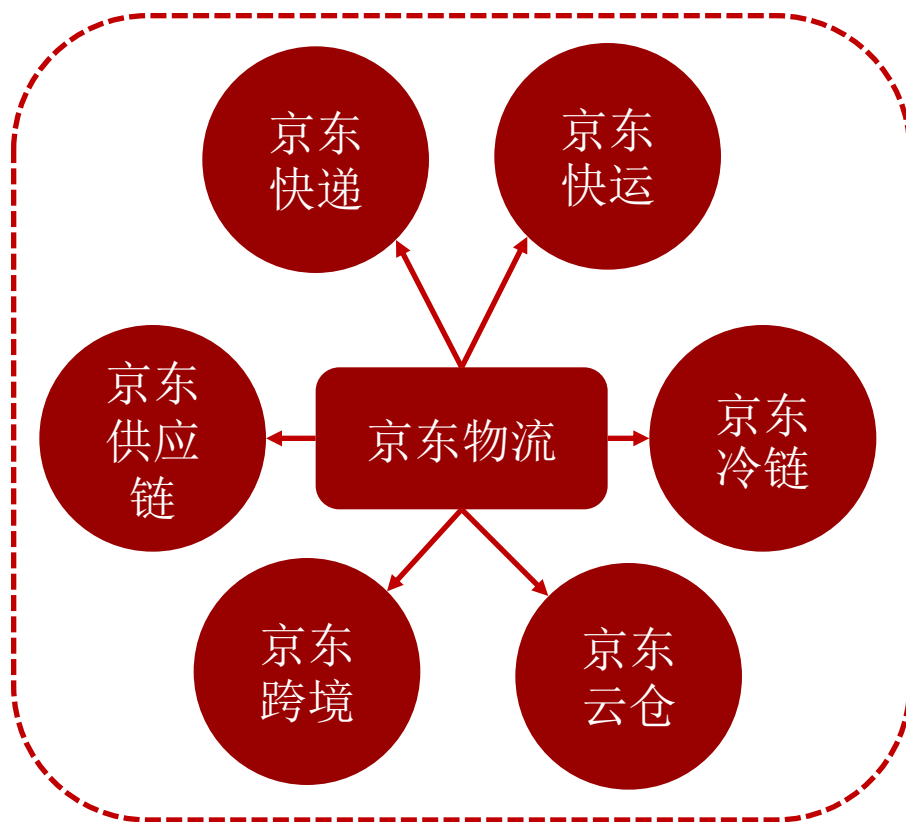


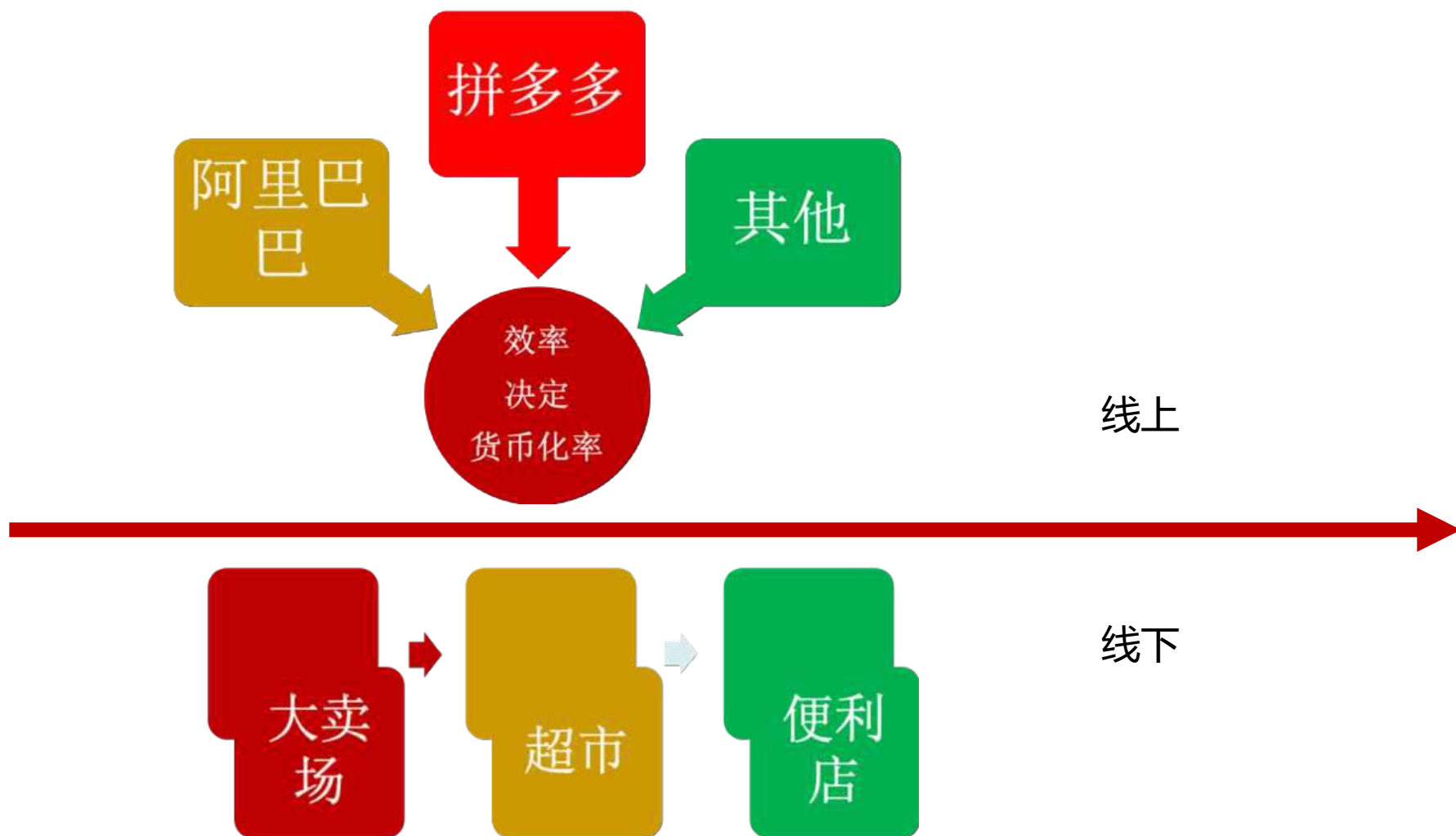
用户体验变现逻辑

流量变现逻辑

资料来源：招商证券

另一方面，京东通过成熟用户的减少补贴方式，自营毛利率提升幅度较高，2019年毛利率较2018年提升近2个点，2020Q1年毛利率亦有所提升。物流端的费用率上升是诟病京东整体规模不经济的核心指标，但我们看到京东通过开放社会化物流，提升人效，降低了大部分了人工薪酬费用率及折扣摊销费用率，净利率仍处于比较良性的提升通道当中，同时用户的增长保证了京东持续获得下沉市场品质用户的能力。





三、疫情、直播与未来

疫情影响下，流量与GMV逐步恢复

- **电商短期受损，但恢复非常迅速，春节后四周活跃用户已基本恢复。**疫情对国内消费业影响巨大，电商作为供给连接消费者的核心渠道之一，受到了某些大单品品类（如服装、家电等）的下降的影响，但恢复速度相对较快。根据4-5月份的数据，从活跃用户、平台GMV来看这次疫情中恢复速度最快的是拼多多，其次是京东，最后是阿里，目前均整体恢复到疫情之前的增速水平。

图：疫情后各平台恢复情况



拼多多

拼多多4月7日公布3月15日起近15天订单数增长60%以上



京东

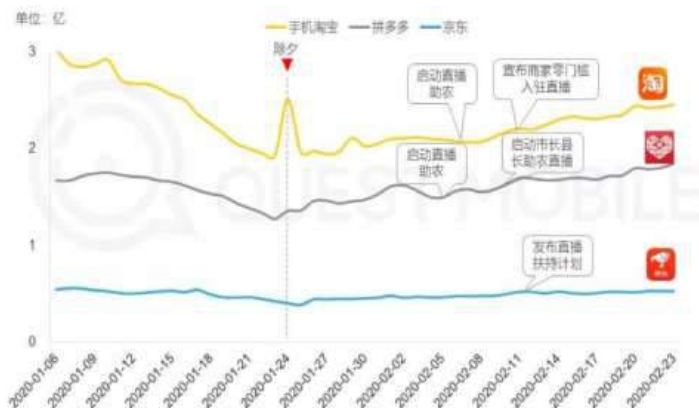
京东Q1用户、收入及净利润增长超预期



Alibaba 阿里巴巴

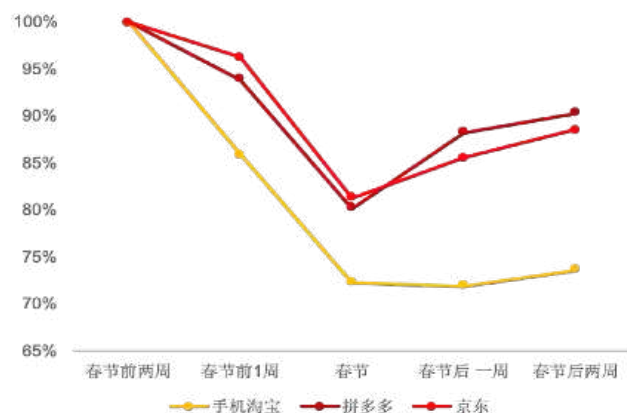
阿里巴巴通过节日促销等方式，GMV等基本恢复到疫情之前的增速水平

图：2020疫情期间电商DAU情况



资料来源：QM，招商证券

图：2020年春节期间DAU恢复测算



资料来源：QM，招商证券测算

- **疫情影响下，Q1快消品行业线上增速明显高于其他行业，并且4月继续保持较高增速，线上化趋势或不可逆。**这次疫情对零售的影响胜于对任何消费品（行业）的影响，从整体变化趋势上来讲，线下转移到线上，（渗透）速度上远胜于以往。国内经过近20年的电商发展，2019年网络零售总额才达到20%的占比，这次疫情发生后，**国内的零售电商渗透率几个月的时间达到约25%的占比，几个月的时间走过了5年的时间（未包括本地化到家业务的发展。）**

表：各品类线上增速

	1月	2月	3月	4月
手机电脑	8%	33%	45%	34%
电子电器	13%	9%	22%	33%
纺织服装	-6%	-23%	1%	-7%
食品饮料	25%	54%	55%	81%
美妆护肤	27%	61%	56%	42%
轻工制造	9%	25%	33%	38%
箱包皮具	-17%	-52%	-39%	-30%
小计	8%	16%	26%	24%

资料来源：燃数科技，招商证券（备注：数据统计为京东+天猫上与上市公司相关的重点品类）

直播在各平台的“工具化”应用尚待嬗变

CMS



招商证券

拼多多

拼多多的商家主导直播，更多的集中于供应链带来的流量优势

提升消费者和品牌商户的交互，实现转化率的提升

京东

单独的直播流量入口

商家通过直播业务的扣点率从7%降低至1%

激发品牌商户直播

阿里巴巴

淘宝直播

通过培养的直播达人，成功将商品流量转化为红人流量

品牌受益，提高销量

推动阿里将资源及流量将更多的转向商家直播



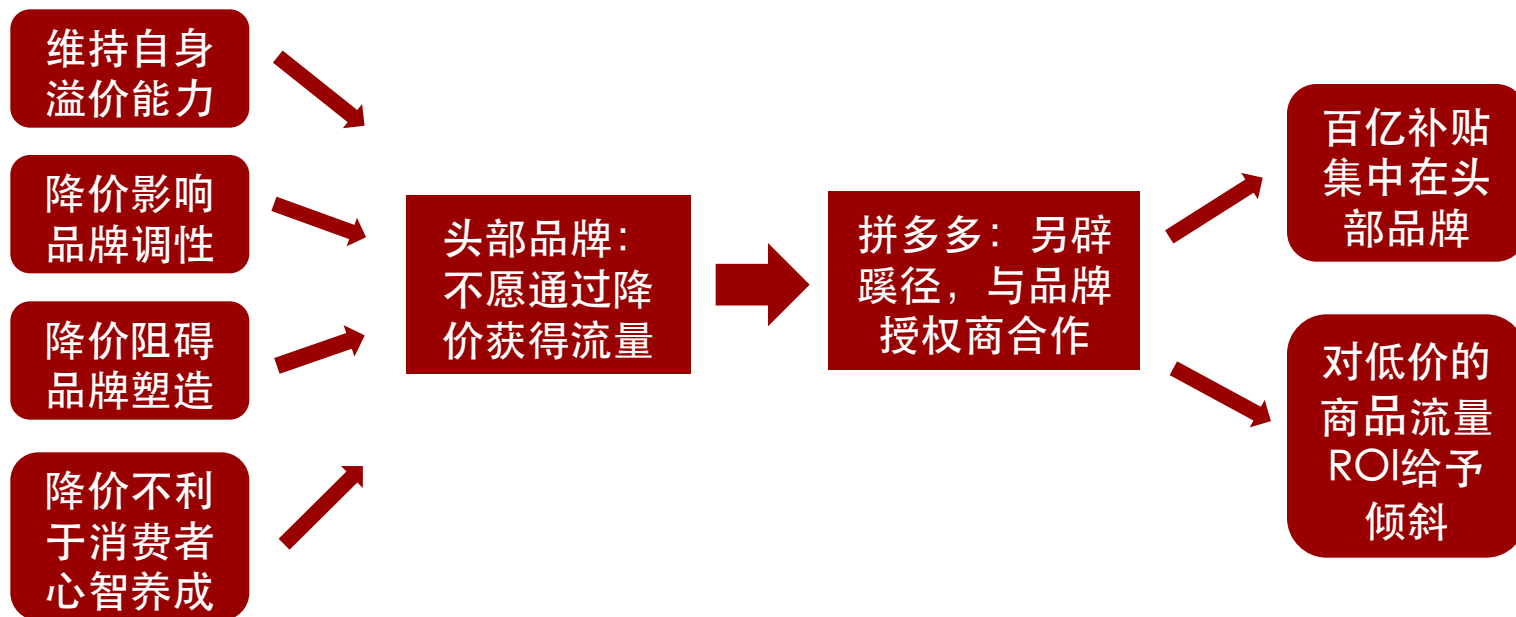
线上渠道流量效率仍高于线下

表：商家调研结果显示线上仍是重点

	某快消品类电商	某3C电商	某服饰电商
线上线下载比	行业线上约30%；品牌线上40%	线上销售占比55%；电器线上20% 增长可能来源于家电	线上覆盖率高与线下；非标服饰线上渗透率10%-20%，标品40%
产品价格	线上产品整体便宜约9-10%	平时价格一样；活动时线上打折	线下女装加倍率5-7左右，男装6倍，运动2倍
利润率	—	线上利润率高，投入低于线下	线下利润比线上高，线下费用相对固定，线上店铺短期不一定赚钱
费用率	线上综合费率低；线下扣点相对高	—	线下费用相对固定；线上运营费率有曲线，最开始成本高、之后人口红利、现在竞争大流量贵
运营成本	17年后线上运营成本增加，线上ROI下降目前略高于线下	—	线上综合ROI变化并不明显
运营逻辑	线上是通过自媒体、内容营销营销新款核心产品，触达核心消费者； 线下收割传统基础产品	线上线下产品差异65%，相同产品产品线不一致； 线下店展示、体验等功能不可替代	线上展示能力增强，爆款流量占比比较大； 线上展示能力增强增加品类的触达率，线上增长消费升级相对贡献较大； 线下可以有多个维度的比较和引导方法；线上渗透率运动品牌>女装>男装

- 中等及以上品牌在阿里巴巴及京东的整体盈利能力高于拼多多，腰部及以下品牌在拼多多的盈利能力高于阿里及京东，如农产品、纸巾等等。整体来看，头部品牌商毛利率牺牲大于因价格降低获得ROI转化，拼多多头部品牌的盈利能力弱于阿里巴巴，主要因为阿里平台的商品价格贵于拼多多，这本身是由于品牌绑定阿里巴巴，愿意在阿里巴巴投入广告费用，获得搜索流量入口，从而能够持续维持品牌的溢价能力。从真实的效率和体验角度来看，拼多多比阿里更像是一个零售企业，而阿里巴巴更像是线上的购物中心。

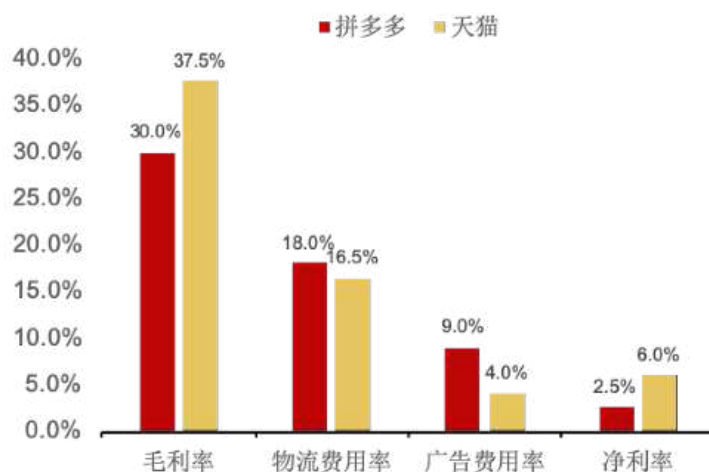
图：拼多多与头部品牌合作



资料来源：草根调研，招商证券

中腰部品牌或在拼多多盈利能力更强

图：某纸巾品牌在拼多多的净利润劣于天猫



图：某腰部的零食品牌在拼多多的盈利优于天猫

	拼多多		天猫	
客单价（原价）	58.8	100%	94.1	100%
销售费用（商品降价）	8.8	15%	14.1	15%
客单价（实际）	50	85%	80	85%
行销费用（流量购买）	5.9	10%	14.1	15%
物流费用	11.8	20%	14.1	15%
平台扣点	0.4	0.6%	2.4	2.5%
每单进货成本	32.4	55%	51.8	55%
每单净利润	-0.4	-0.6%	-2.4	-2.5%

资料来源：草根调研，招商证券

图：三平台用户盈利能力



资料来源：草根调研，招商证券

京东渠道对小家电品牌吸引力较高

	某小家电1	某小家电2
京东渠道线上销售额	5、6亿左右	3亿左右
京东对品牌的吸引力	发展潜力大，自带流量，用户品质较高，物流快	卖家电、物流快、售后好，对消费者吸引力决定对品牌的吸引力
各渠道利润率	京东自营毛利率在8%左右，毛保部分品类10-15%；	淘宝毛利率在25-30%，营销15个百分点左右，扣点2-3%，扣去物流等费用综合在5-8%； 京东毛保10-20%，扣点8%左右，整体在23个点，小家电引流费1%，家电引流费0.5%，净利率不超过5%
京东控价原因	京东固有的商业化模式，通过控制价格与其他平台竞争，同时通过复购为商家带来流量	京东采销的考核包含控比，采销通过降价以期维持京东平台品牌占比
对pop店和直播的看法	有投入尝试，但对其发展持观望态度	京东的站外直播没人做的原因： (1) 部分网红与淘宝签了独家； (2) 商家不愿意播，京东毛保太高； (3) 站外网红中腰部网红京东不给直播间，无法在京东直播聚拢粉丝。
各平台利润差别	淘宝、POP、京东自营利润上差不多，但由于各平台销量上差别较大	淘宝、POP、京东自营利润上都差不多，但销量上差别大
对渠道的好感	淘宝>京东，对拼多多看好	天猫>京东>苏宁>国美>拼多多
对抖音的看法	有进行初步的接触，暂时没有进一步合作	有对接抖音，开了抖音小店，跟着流量点去尝试，并没有与其他平台的优势，反映一般

资料来源：草根调研，招商证券

长期博弈的较量，来自品牌商的投票

图：天猫仍然是品牌商家主要线上销售渠道且广告投放较高

	某食品商家	某家纺商家	某食品商家	某运动服装商家	某3C商家
2018线上GMV	1.67亿	3.6亿	超过4亿	27亿	12亿
销售占比	天猫 60%	20%	50%	65%	主要渠道
	京东 35%		25%	15%	主要渠道
	拼多多 <5% (4个月200万)	70%		<25% (4个月3000万)	
费用投入	天猫 广告投入最大 (10%-15%)		投入最大		高，不可控
	京东 其次			整体费用率20%	可干预
	拼多多 较低，罚款付费严重 (2%)				低
净利率	天猫 2%		-2%	28%-29%	与平台无关
	京东 5%		<=10%	28%-29%	
	拼多多 10%				
数据支持情况	天猫 数据银行支持度大		数据银行支持度大，4-6线人群粘性低		
	京东 商家无法使用		商家无法使用	京东底层数据较差	
	拼多多		没有数据团队		
阿里与拼多多二选一	是否存在	是	是	是	否
	如何应对关店要求	组团拖	应付	谈判	应付，以专卖店身份隐藏开店
	阿里如何针对品牌商	以618和双十一活动为筹码		叫停天猫活动	停广告投放扶持对手
	阿里支持方式			不明确权益，数据支持，展位	主推商品，小二不可信
	拼多多支持方式			流量、广告位 (需求性不强)	流量
拼多多平台发展	价值	增量	主要平台	增量；挖掘数据；新品开发	升级后用户
	2019目标	500万难以完成	重点	8000万难以完成，受二选一影响	业务下滑，与三星收购退市有关
	对拼工厂看法	加工产业机会多	难以吸引品牌	做联合品牌	预期不好
	未来用户判断		一二线用户扩充		结构升级，走阿里路径

资料来源：草根调研，招商证券

长期博弈的较量，来自品牌商的投票

图：品牌目前在拼多多平台盈利能力弱于天猫，对品牌扶持计划各行业理解不同

		某化妆品商家	某食品商家	某纸巾商家
平台经营情况以及在pdd平台的盈利情况	运营策略	天猫是变现平台，拼多多是流量平台		天猫主要是付费流量，拼多多来源于拼单砍价
	流量成本	流量成本=成本/GMV，越低越好（6%-14%），拼多多9.92%，天猫16%。	天猫15%，拼多多5%-8%。行销费用低于天猫，主要因为拼多多广告很便宜；折扣大，销售费用较大。	免费流量+付费流量，天猫=8%，京东13-14%
	pdd流量成本变化趋势	没有变贵	没有上升（可能来源于补贴）	没有太大变化
	pdd平台产品价格	低于天猫（天猫有很多专供款，拼多多主要是库存和尾货（保障正品））	某个阶段低于天猫	价格偏低，与天猫价格差10-20%
	pdd对价格体系影响	由于补贴影响不大		补贴停止；分销商价格战带来冲击，价格过低
	在pdd平台盈利能力	弱于天猫	低于天猫（由于销售费用高=售价下降；客单价下降—物流费用占比上升）	弱于天猫，天猫比拼多多强7-9%，拼多多基本没有盈利
	pdd价值	流量平台，大流量入口	百亿补贴之前：增量，四到六线人群，新经营模式使用；之后，复购率增加尝试会员运营	增量市场，潜力大
	对pdd未来定位	与淘宝类似的流量平台	未来可能像Costco一样营销	未来可能向淘宝转型
	对品牌扶持计划的看法		要覆盖全行业和各种场景，食品品牌优先级不高；偏向中小品牌产能孵化	扶持大品牌是为了流量变现，中小品牌是流量来源
	应对品牌扶持计划的方式		由于货找人模式，做联合品牌；受618影响计划推迟	受二选一和拼多多价格低影响，考虑新模式经营
对拼多多平台看法	对拼工厂看法		看好品牌方自上而下的C2M	未来不是重点，基数已经很大了
	是否受影响	是	是	是
	应对方式	差异化经营（产品品类不同）；品牌本身的知名度和流量效应	谈判；切给经销商	
二选一				

- 整体社零增速放缓，需求不及预期，网络零售增速放缓；
- 线上电商竞争加剧；
- 新兴流量平台兴起对传统电商分流；
- 供应链把控能力不到位；
- 国家政策监管风险等

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

宁浮洁：商贸零售首席分析师。南京大学经济学硕士，曾任职于中泰证券零售组，覆盖商业零售行业，2018年加盟招商证券，产业资源丰富，逻辑清晰。

丁浙川：布里斯托大学金融学硕士，曾任职于华泰证券零售组，2019年加入招商证券，主要方向为新零售和超市。

周洁：同济大学、KEDGE Business School管理学双硕士，2018年加入招商证券，主要方向为电商和化妆品。

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。